

Industry Analysis

SK Research center

2021/10/06

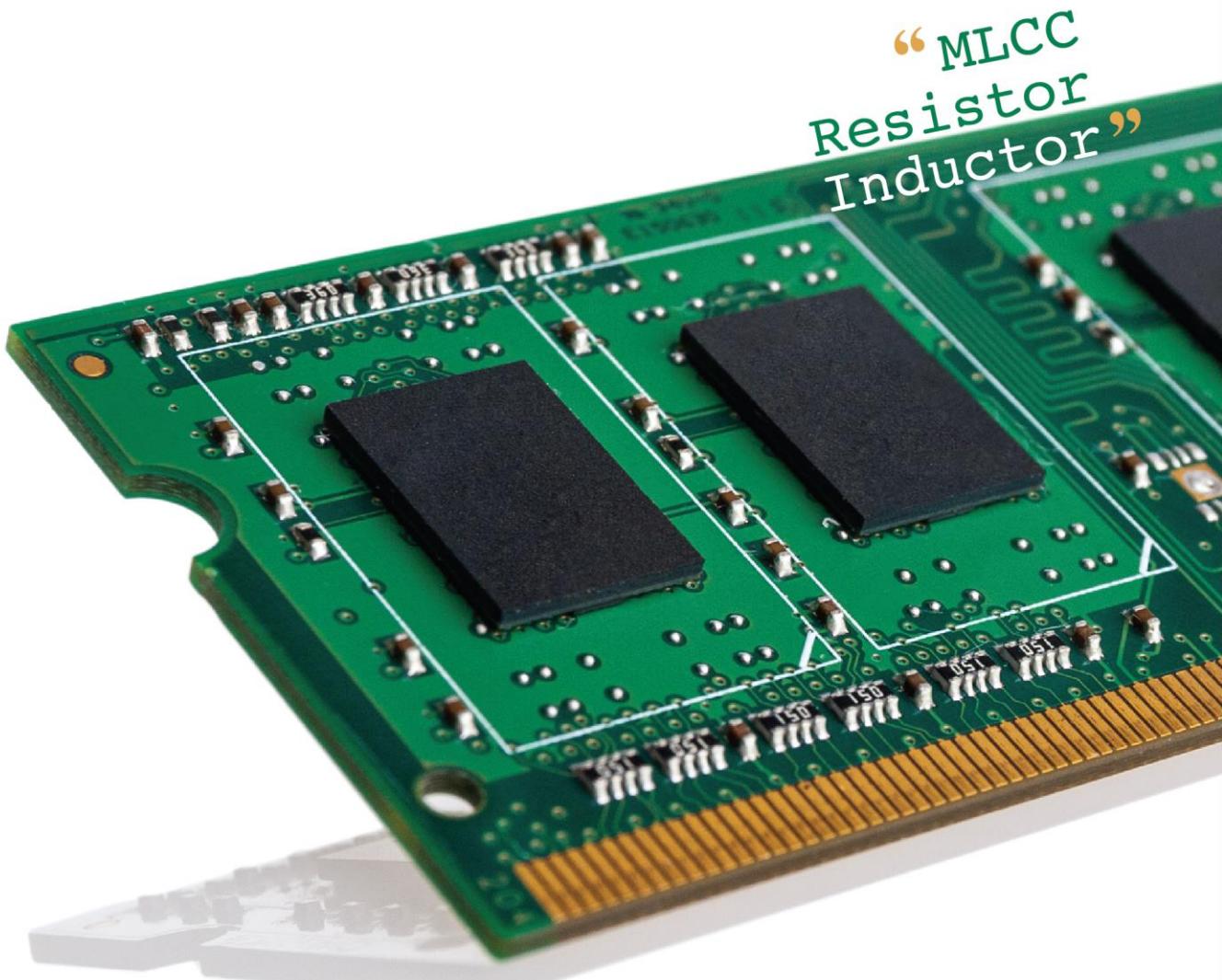
휴대폰·전기전자 2022년, 다시 한번 수동부품

2017년과 달리 공급 부족보단 수요의 구조적 변화에 따른 상승기

수요 증가→증설→자동률 상승→실적 개선의 선순환 사이클

DDR5 메모리 모듈 내 수동 부품 시장도 주목

휴대폰·전기전자. 이동주, 3773-9026





Analyst

이동주

natelee@sksecurities.co.kr

02-3773-9026

휴대폰/전기전자

2022년, 다시 한번 수동부품

- 2022년 다시 한번 수동부품의 해 도래 예상. 공급보단 수요의 구조적 변화가 이유
- MLCC는 수요 증가 → 증설 → 가동률 상승 → 실적 개선의 선순환 사이클
- DDR5 시장 개화에 따른 모듈 내 인더터, 저항기 시장도 주목
- 수동부품 관련 업체 4Q21 비중 확대

'컨셉과 기대감'에서 '실수요'로

2022년 다시 한번 수동부품의 해 도래 예상. 급격한 공급 쇼티지가 아닌 수요의 구조적 변화에 따른 상승기. 5G의 가파른 침투율, 고사양 증가 스마트폰 판매 증가, 전기차 보급 확대, wearable 기기 폭발적 성장세 등이 주요한 수요의 축. 글로벌 모바일 시장의 출렁임에도 여전히 안정적인 MLCC 업체의 ASP 와 마진이 이를 방증. 수요 증가 → 증설 → 가동률 상승 → 실적 개선의 선순환 사이클. 또한, 전방 어플리케이션이 다양해지면서 기존 업체들이 커버하지 못하는 통신장비, 항공 관련 틈새 시장은 신규 MLCC 진입 업체에게도 기회가 열려 있음을 의미

저항기와 인더터도 주연급

전기차 보급 확대로 전장용 인더터도 공급 리드타임이 2~3 개월로 확대. 인텔의 신규 CPU 플랫폼 출시로 내년부터 DDR5 시장 개화. 메모리 모듈 내 수동 부품 시장 주목. DDR4로의 전환 당시 저항기 ASP는 3~4 배 인상된 바 있음. DDR5에서는 인더터와 MLCC 까지 신규로 탑재되면서 대당 수동부품 판가는 DDR4 대비 더욱 높을 것으로 추정. 특히 인더터 시장을 주목. 인더터의 모듈당 판가는 저항기 대비 5 배 이상 상회

흔들리는 글로벌 공급망, 유연한 대응책

일부 동남아 지역의 강도 높은 방역 조치에 따른 셧다운, 중국의 전력난에 따른 가동 차질 등 여전히 대외 환경은 불안정. 그럼에도 이미 지난해부터 주요 업체들은 셧다운을 경험한 바 있기에 유연한 대응책 확보. 중장기 수급에 큰 영향은 없을 것으로 생각. 수동 부품 관련해서는 '생산 차질'에 따른 긍정적인 효과를 기대하기보다 '다양한 수요 모멘텀'에 초점을 맞춰 접근

수동부품 업체 비중 확대

삼성전기(MLCC, 인더터), 삼화콘덴서(MLCC), 아모텍(MLCC), 아비코전자(인더터, 저항기)에 대한 비중 확대 전략을 추천. 삼화콘덴서는 국내에 생산기지를 보유하여 경쟁사 가동 차질 장기화시 반사 수혜. 아모텍은 PME MLCC 시장 타겟으로 전방 어플리케이션 다변화 속에서 기회 모색. 아비코전자는 DDR5 전환에 따른 수혜 온기 반영

Contents

1. Summary	3
2. 반도체만큼 중요한 수동 부품의 역할	4
3. 다시 찾아오는 사이클, 5년 전과 차이점은?	5
3-(1). 수요의 구조적 변화	
3-(2). 인덕터와 저항기, 조연에서 주연으로	
3-(3). 커지는 시장과 짙어진 과정, 그 속에서 생겨나는 틈새 시장	
4. 가팔라지는 전방 수요	9
5. 공급 이슈: 동남아, 중국 예의주시	11
6. 기업 분석	12

Compliance Notice

- 작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 10월 6일 기준)

매수	87.6%	중립	12.4%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

1. Summary

2017년 공급 부족 VS 2022년 수요의 구조적 변화

2022년 수동부품의 해가 다시 밝아오고 있다. MLCC 업종이 큰 폭으로 상승했던 5년 전과 사뭇 다른 분위기이다. 당시 MLCC는 급격한 공급 쇼티지로 단기간 가파른 가격 상승을 보였고, MLCC 이외 인더터와 저항기의 업황은 비교적 조용했다. 현재 수동부품 시장은 급격한 공급 쇼티지 가능성은 낮지만 전방 수요 모멘텀이 상당히 풍부해지고 있다. 2017년에도 언급되었던 수요 모멘텀이 당시 ‘컨셉과 기대감’ 정도에 불과했던 반면 2022년에는 ‘실수요’로 반영되고 있다는 점이 가장 큰 차이이다.

수요의 구조적 변화로 수동부품 전반의 긍정적인 낙수 효과가 기대된다. 모바일 시장에서는 5G, 폴더블, 증가 라인업 강화로 해당 수동부품 탑재량이 빠르게 늘어나고 있다. 차량 전장화에서는 전기차 보급 속도가 탄력을 더해가고 있는 점이 중요하다. 통상 MLCC 탑재량은 내연 기관 대비 전기차에서 10배 가량 많다. 전장용 인더터 역시 최근 공급 리드 타임이 2~3달 가량으로 늘어난 것으로 파악된다. 새로운 디바이스의 등장도 수요의 중요한 축으로 자리 잡아 가고 있다. Wearable 출하량은 지난해 4.5 억대를 기록하며 스마트폰 시장의 1/3 수준까지 올라왔다.

DDR5 내 수동 부품 시장 주목

인텔의 PC 용 CPU ‘엘더레이크’와 서버용 CPU ‘사파이어 래피즈’ 출시로 DDR5 전환도 내년부터 본격화가 예상된다. DDR5는 모듈 내에서 자체적인 전력 관리가 이루어짐에 따라 3 대 수동 소자 모두가 탑재될 예정이다. 저항기와 인더터형 새로운 시장이 열리기 된다.

수동부품 관련 업체로 삼성전기(MLCC, 인더터), 삼화콘덴서(MLCC), 아모텍(MLCC), 아비코전자(인더터, 저항기)에 대한 비중 확대 전략을 추천한다.

2. 반도체만큼 중요한 수동 부품의 역할

수동부품은 반도체(능동 부품)가 제 역할을 할 수 있도록 보조해주는 역할로 모든 IT 제품에서 필수적으로 탑재된다. 부품 간의 노이즈를 잡아주거나 전류의 충방전을 통해 안정적인 전력 공급을 돋는다. 3 대 수동 소자로 꼽히는 커패시터, 인덕터, 저항기는 각각의 역할은 조금씩 다르지만 핵심 반도체 부품이 안정적인 제 기능을 발휘할 수 있도록 지원하고 부품 간의 충돌을 방지해주는 숨겨진 주역들이다.

전자 부품의 구분

대분류	중분류	소분류	기능	적용
전자 부품	능동 부품	다이오드 트랜지스터 연산증폭기 IC(Integrated Circuit)	입력(에너지)과 출력을 가지고 있어 전기에너지를 증폭이나 변환시키는 소자 P형 반도체와 N형 반도체 접합. 한쪽 방향으로만 전류를 흐르게 하는 성질 P형 반도체와 N형 반도체를 세겹으로 접합. 증폭, 발진, 스위칭, 정류, 검파 등의 기능 2개의 입력 단자와 1개의 출력 단자로 구성. 두개의 입력단자간의 전압 차이를 증폭시키는 소자 집적회로. 하나의 반도체 기판에 다수의 능동소자 (트랜지스터 등)와 수동수자 (저항, 콘덴서, 저항 등)를 조소형으로 집적, 서로 분리 될 수 없는 구조로 만든 완전한 회로기능을 갖춘 기능소자	
	수동 부품	커패시터(콘덴서) 인덕터(코일) 저항기 SAW 필터 EMI 필터 EMD 필터	전기에너지를 스스로 발생시킬 능력이 없으며, 에너지를 소비하거나 축적 혹은 통과시키는 소자 일정량의 전기를 저장했다가 방전하는 부품 전류의 급격한 변화 억제 순간적인 과전압을 우회 인덕터와 커패시터의 조합. 특정 주파수 대역만 통과시켜주는 필터 인덕터와 커패시터의 조합. 불필요한 유해 노이즈를 제거하여 제품의 전자파 장해를 방지 인덕터, 커패시터, 저항기, 다이오드 조합. 노이즈와 과전압 제거	회로 전반 전원, RF 회로, 어댑터/차저 디스플레이, 전원, 메인보드, 어댑터/차저 RF 회로 카메라, 디스플레이, HDMI 카메라, 디스플레이, HDMI
	기타 부품	PCB 스피커 스위치 커넥터	실장된 전자 부품을 전기적으로 연결 시켜주는 기판 전기적인 신호를 공기의 진동으로 변환시켜 주는 장치 입력에서 출력으로 신호 레벨을 선택적으로 통과 또는 차단하는 장치 전원과 기기, 기기와 기기 또는 기기 내부 단위들 사이를 전기적으로 연결하는 부품	디스플레이, 카메라, 메모리, 배터리 등

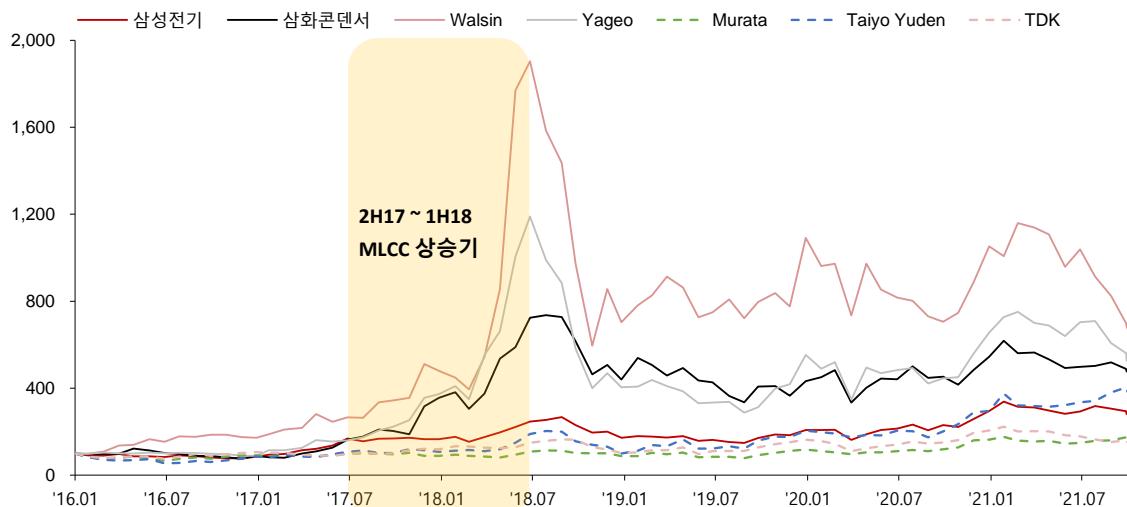
자료 : SK 증권

3. 다시 찾아오는 사이클, 5년 전과 차이점은?

**전장, 5G 기대감이 실수요로 전환
Wearable의 폭발적 성장세와
DDR5 전환도 새로운 트리거**

2017년 하반기부터 2018년 상반기까지 MLCC 산업은 유례없는 호황을 경험했다. 당시 IT 용 MLCC 위주로 가격 상승이 가파르게 나타나면서 MLCC 수익성은 40%-60%에 달하기까지 했다. 당시 호황을 경험할 수 있었던 가장 큰 이유는 세계 MLCC 1위 업체인 Murata의 IT 용 MLCC 생산능력 축소 영향이 커다. 당시에도 전장, 5G 등 수요 모멘텀이 언급은 되었지만 실수요와는 다소 거리가 멀었다. 2022년을 앞둔 현 시점과 당시 호황기와의 가장 큰 차이는 바로 기대감이 실수요로 바뀌어가고 있다는 점이다. 여기에 더해 무선이어폰, 스마트워치, AR/VR 등 새로운 디바이스의 등장과 DDR5로의 DRAM 아키텍쳐 변화는 당시에는 크게 고려되지 않았던 새로운 트리거이다. MLCC 뿐만 아니라 인더터와 저항기를 포함한 수동부품 전반에도 낙수효과가 크다는 점도 5년 전과 다르다. 2022년 다시 한번 수동부품 시장에 대한 관심이 기울일 필요가 있다.

전세계 주요 수동부품 업체 주가 추이



자료 : Bloomberg, SK증권
주 : 2016.01.01 기준값 100

(1) 수요의 구조적 변화

2017~2018년 MLCC 가파른 가격 상승은 수요의 변화보다는 공급 업체의 생산 전환에서 비롯된 이유가 크다. Murata는 2018년 3월 IT 범용 MLCC 생산 라인을 50% 감축하고 중장기 Auto 와 Industrial 향으로 완전 전환을 발표했고 Taiyo Yuden도 2015년부터 Auto 향 위주로 제품군을 늘리기 시작했다. 전방 수요는 안정적으로 점증하는 가운데 일본 업체들의 대규모 생산 전환으로 MLCC 가격은 가파르게 올랐다.

5G 스마트폰 침투율 40%

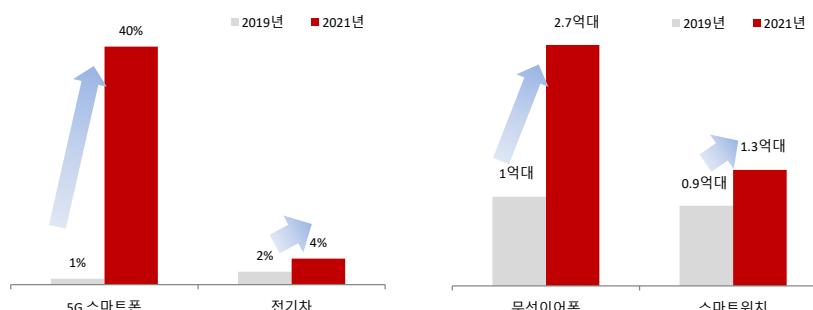
전기차 4%

무선이어폰 2.7 억대

스마트워치 1.3 억대

2022년을 바라본 현재 시점에서 MLCC의 급격한 가격 상승을 기대하기는 힘들다. 5년 전과 같은 공급 업체의 생산 전환은 중장기 성장 동력 확보를 위한 일시적인 공급 이슈였다. 또한 과거 상승 사이클 속에서 예상치 못한 증설용 장비 쇼티지, 수급에 미치는 영향 등을 경험했던 만큼 향후에는 탄력적이고 유연한 대응이 가능할 것으로 생각한다. 공급 단에서의 이슈가 통제 가능해졌다면 수요 단에서의 확실한 상승 모멘텀이 결국 사이클을 이끌게 될 것이다. MLCC 적용처는 이전보다 더욱 풍부해지고 있다. 5G 스마트폰의 전환 속도가 예상보다 훨씬 빠르고 전세계 5G 기지국 보급이 확대되고 있다. 전기차와 자율주행차의 차량 전장화 투자 포인트는 더욱 선명해지고 있고 무선이어폰, 스마트워치, AR/VR과 같은 새로운 디바이스 등장과 대중화도 새로운 수요처로 부각되고 있다.

5G 스마트폰 & 전기차 침투율과 Wearable 출하 성장 추이



자료 :

(2) 인더터와 저항기, 조연에서 주연으로

DDR5 모듈 3 대 수동 소자 탑재

DDR5 내 인더터 판가는 저항기

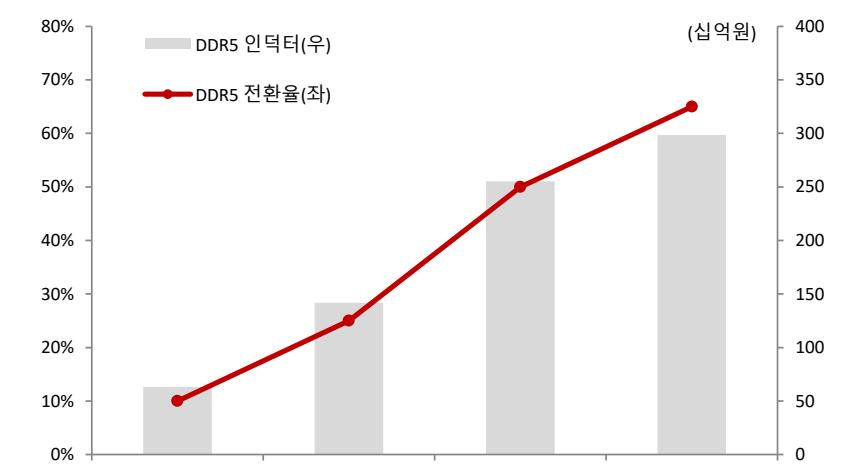
대비 5 배 이상 높을 것으로 추정

DDR5 인더터 시장 2022년

600 억원에서 2025년

2017년 하반기 ~ 2018년 상반기, MLCC 대세 상승기 속에서 MLCC 와 함께 3 대 수동소자로 꼽히는 인더터와 저항기의 가격 움직임은 크지 않았다. 앞서 언급했듯이 당시에는 구조적인 수요 변화보다는 일시적 MLCC 공급 부족 이슈가 크게 영향을 미쳤기 때문이다. 5년이 지난 현재는 3 대 수동소자를 모두 포괄하는 수요 단에서의 변화가 나타나고 있다. 당시 수동부품의 중장기 투자포인트로 제시되었던 1) 5G 2) 차량 전장화 3) 새로운 디바이스의 개화가 수동 부품 전반의 수요를 안정적으로 이끌고 있으며 DDR5 로의 전환이 인더터와 저항기 시장에 추가적인 모멘텀으로 부가될 것으로 전망한다. DDR5 DRAM 아키텍처 변화로 메모리 모듈 내에서 전력관리가 이루어짐에 따라 기존 저항기에 추가로 인더터와 MLCC 까지 탑재가 필요해졌다. 저항기 역시 DDR4 로의 전환을 상기해볼 때, DDR5에서도 대당 탑재량은 20% 증가, 사양 변화로 ASP 도 크게 오를 것으로 추정된다. 참고로 DDR4 로의 전환 과정에서 저항기 ASP 는 3~4 배 오른 바 있다. DDR5 인더터 시장은 더욱 주목할 필요가 있다. 메모리 모듈 내 저항기 탑재량이 40~80 개 정도, 인더터 탑재량이 3~4 개임에도 대당 판가는 인더터가 5 배 가량 더 높기 때문이다. DDR5 인더터 시장은 2022년 600 억원 규모에서 2025년 3 천억원 시장으로 급성장할 것으로 예상한다.

DDR5 전환율에 따른 DDR5 인더터 시장 규모 추정



자료 : SK증권

(3) 커지는 시장과 짙어진 과정, 그 속에서 생겨나는 틈새 시장

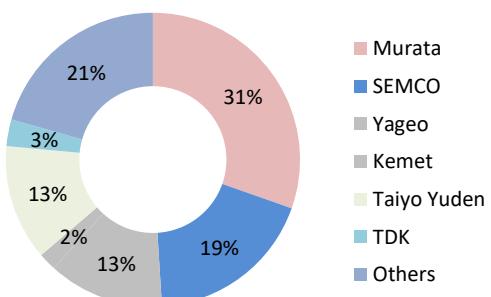
기존 MLCC 업체의 패권 강화

수동부품 시장의 진입 장벽은 높은 편이다. mm 단위부터 수십 cm 까지 작은 사이즈 내에서 전류 제어 기능을 구현해야 하며 재료의 배합부터 적층 및 소성 공정까지 노하우의 영역으로 구분되기 때문이다. 5년 전과 비교했을 때 신규 진입 업체는 많지 않은 반면, 업계 내에서 활발한 M&A 가 이루어지고 있다. 특히 대만 업체의 M&A 횟수가 눈에 띈다. 대표적인 업체가 대만의 Yageo이다. Yageo는 2019년 6월 종합 커패시터 회사인 KEMET 을 인수했다. KEMET은 MLCC 를 포함한 다양한 커패시터를 생산하는 업체로 전장 및 산업향으로 50% 이상의 매출 비중을 가지고 있다. Yageo는 KEMET을 통해 전장 및 산업향 진출 확대를 통한 시너지를 노렸고 최근 7월 Yageo의 매출액은 인수 직후 합산 매출보다 39% 증가하며 인수 효과를 증명했다. 이 외에도 Pulse, Chilisin 인수로 3 대 수동부품의 판매망과 제품 라인업을 더욱 강화시켰다. Walsin 역시 2020년 일본 수동부품 업체인 Soshin Eletric 상당 지분을 인수하며 해외 지역 판매 확대에 나서고 있다.

전방 어플리케이션 다양화에 따른 신규 틈새 시장 개화

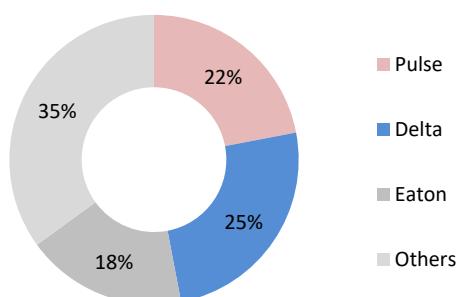
기존 탑티어 업체의 지배력 강화로 수동부품 내 업계 진입 장벽은 더욱 높아지는 모습이다. 그러나 전방 제품 어플리케이션이 다양해지면서 선두 업체가 커버하지 못하는 틈새 시장이 생겨남에 따라 후발 진입 업체에도 분명 기회는 존재한다. 대표적인 후발 업체가 아모텍이다. 아모텍은 PME MLCC 기반으로 시장 진출을 꾀하고 있다. PME는 전극재료로 은이나 팔라듐과 같은 귀금속 재료를 사용하기 때문에 구리나 니켈 기반의 BME 보다 가격은 10 배 가량 높고 내구성과 고주파 특성에 강점이 있다. 항공, 통신장비, 전기차 쪽에서 채용이 늘어날 것으로 기대된다.

Yageo, KEMET 인수 후 MLCC M/S



자료 : Yageo, SK증권

Yageo, Pulse 인수 후 파워 비드 인더터 M/S



자료 : Yageo, SK증권

4. 가팔라지는 전방 수요

**모바일: 5G 스마트폰, 폴더블,
고사양 증가 스마트폰 판매 증가**

스마트폰 시장에서 최근 화두는 5G, 폴더블, 증가 라인업의 강화이다. 3 가지 화두의 공통점은 모바일에서 새로운 기능이 추가된다는 것이다. 회로 부품 수가 증가는 곧 수동 부품의 탑재량도 같이 늘어난다는 의미이다. 2021년 스마트폰 시장의 제한적인 성장(YoY +6%)에도 불구하고 스마트폰 내 수동 부품 시장은 10% 이상의 성장률을 예상한다.

각국의 전기차 보급 확대 정책

차량의 전장화는 각국의 전기차 보급 확대 정책에 힘입어 속도를 더해가고 있다. 2016 ~ 2019년까지 전기차 판매량은 매년 1~2백만대에 불과했으나 지난해 COVID-19 확산으로 신규 자동차 등록대수가 16% 감소함에도 전기차 판매량은 420만대로 3배 이상 늘어났다. IEA에서는 2 가지 시나리오를 통해 2030년 전기차 누적 판매량을 1억 4500만대 ~ 2억 3000만대로 전망하고 있다. 참고로 전기차 내에서 MLCC 채용량은 내연기관 대비 10배 가량 많다. 고용량과 고신뢰성이 기본 조건으로 ASP도 범용 대비 훨씬 높은 편이다. Murata, 삼성전기, Taiyo Yuden 등 상위 업체들이 전장용 MLCC에 주력하는 이유이다. MLCC 뿐만 아니라 인덕터와 저항기 역시 대당 탑재량이 함께 늘어난다. 일부 전장용 인덕터는 최근 전방 자동차 OEM의 선재고 축적 수요로 납품 주기가 2~3달 정도로 늘어난 것으로 파악된다.

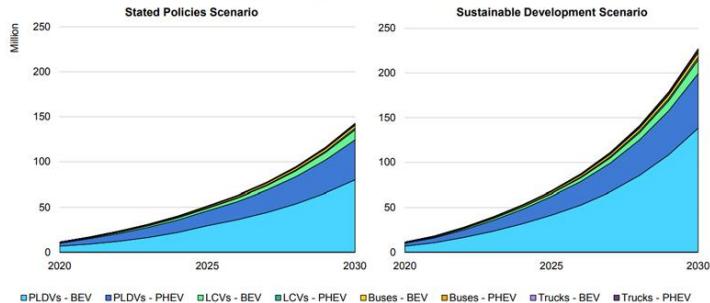
**Wearable 기기 출하량은
4.5 억대로 스마트폰 시장의 1.3
수준까지 성장**

Wearable 기기 시장도 가파른 성장세를 보이고 있다. 특히 TWS(무선이어폰) 시장이 wearable 을 주도하고 있다. 지난해 2억대를 출하하며 전년 대비 2배 가량 증가했다. 스마트워치 역시 지난해 1억대 가까이 출하했다. 2020년 전체 wearable 출하량은 4.5억대로 스마트폰 시장의 1/3 수준까지 성장했다. 대당 탑재량은 스마트폰에 못미치지만 시장 성장 속도와 디바이스의 고기능화를 고려하면 향후 수동 부품 수요의 중요한 축을 담당할 것으로 전망한다.

글로벌 전기차 예상 누적 판매량 사나라오

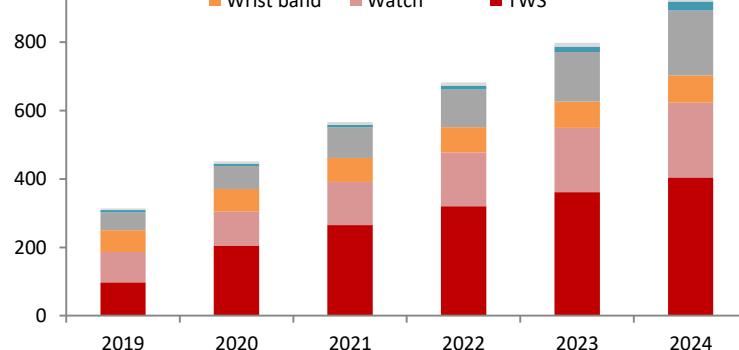
Passenger cars drive the growth of electric vehicles to 2030

Global EV stock by mode and scenario, 2020-2030



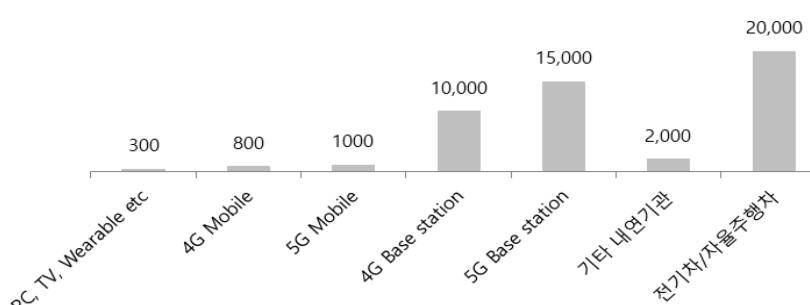
자료 : IEA

Wearable Device 출하량 전망

(백만대) HMD Clothes Patch
Wrist band Watch TWS

자료 : Gartner, SK 증권

Application 별 대당 MLCC 탑재량



자료 : SK 증권

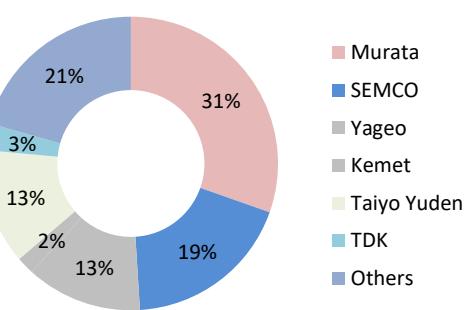
5. 공급 이슈: 동남아, 중국 예의주시

대외 불안정한 환경 지속으로 단기 공급 차질 우려 상존
그럼에도 중장기로 이어질 가능성은 낮음
공급 이슈보다는 다양한 수요 모멘텀에 초점을 맞춰 접근

최근 베트남 호치민의 강도 높은 방역 조치가 주변국에 어떠한 영향을 미칠지 주목된다. 말레이시아, 필리핀 등지에는 주요 업체의 MLCC 생산 거점이 위치해 있다. 말레이시아는 여전히 이동제한 명령이 발동 중인 가운데 MLCC 4 위 업체인 Taiyo Yuden의 생산 기지가 위치해 있다. 필리핀에는 Murata 와 삼성전기 생산 공장이 위치해 있으며 아직까지 공장 가동에 큰 차질은 없는 것으로 파악된다. 하지만 베트남의 강도 높은 조치로 주변국과 관련 mlcc 공장에 긴장감을 높이고 있다. 최근 Murata 일본 후쿠이 공장도 5 일간 셧다운에 들어간 바 있다. 해당 기지는 글로벌 생산 능력의 5% 내외를 차지하는 대규모 생산기지이다. 초소형 고용량 위주의 제품을 생산한다. 최근 중국은 석탄 수급 차질로 전력 공급난을 겪고 있다. 중국에는 삼성전기 천진 공장을 비롯해 Top-tier 업체들의 생산 기지가 위치해 있다. 거시 환경 분위기 상으로 여전히 공급 단에서의 불안감이 남아 있는 만큼 주요 지역에 대한 지속적인 모니터링이 필요한 상황이다.

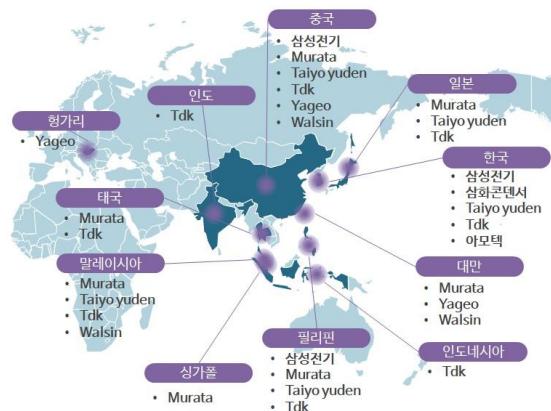
다만, 지난해부터 셧다운에 대한 대비를 했던 만큼 업체들의 유연한 대응책이 마련되어 있기에 중장기 수급에 큰 영향은 없을 것으로 생각한다. 수동 부품 관련해서는 ‘생산 차질’에 따른 긍정인 효과를 기대하기 보다 ‘다양한 수요 모멘텀’에 초점을 맞춰 접근을 해야 하며, 2022년을 바라본 관점에서 국내 수동부품 업체에 대한 비중 확대 전략이 필요하다.

MLCC M/S



자료 : Yageo, SK 증권

주요 MLCC 업체 생산 기지



자료 : SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주

natelee@skse.co.kr
02-3773-9026

Company Data

자본금	10 십억원
발행주식수	1,040 만주
자사주	13 만주
액면가	1,000 원
시가총액	600 십억원
주요주주	
오영주(외3)	28.15%
국민연금공단	7.99%
외국인자본률	7.70%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(21/10/01)	57,700 원
KOSPI	3019.18 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	79,500 원
52주 최저가	49,900 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.3%	-3.6%
6개월	-16.6%	-14.7%
12개월	5.3%	-18.8%

삼화콘덴서 (001820/KS | 매수(유지) | T.P 88,000 원(유지))

우호적인 대외 환경

- 3 분기 계절적 성수기 진입으로 산업용 및 전통 IT 향 출하 증가
- 글로벌 주요 MLCC 업체의 생산 차질 이슈로 동사에 반수 수혜 기대
- 2Q19 이후 세자리수대 분기 영업이익 회복. MLCC ASP는 flat 한 수준에서 움직이는 가운데 증설, 수요 확대, 가동률 상승의 선순환 구조

전장 부품 이슈에도 좋은 실적 흐름

2분기에 이어 자동차 부품 공급 부족 우려가 3분기에도 지속되고 있지만 계절적 성수기 진입으로 산업용(반도체, 5G, 배터리 등) 향 공급이 늘었고 가전과 TV 향 출하도 견조한 것으로 파악. 3Q21 매출액 745 억원(QoQ +7.9%, YoY +13.9%), 영업이익 120 억원(QoQ +18.1%, YoY +32.2%)로 개선된 실적이 이어질 것으로 전망

글로벌 MLCC 생산 기지 셋다운 우려

글로벌 주요 MLCC 업체의 생산 차질 이슈. Taiyo Yuden 의 말레이시아 공장, Murata 의 일본 공장, 삼성전기의 중국 공장 등 COVID-19 및 전력 수급 이슈로 일부 라인이 셋다운에 들어간 바 있음. 단기 MLCC 수급에 치명적인 영향을 미칠 정도는 아닌 것으로 파악되나 완전 정상화까지는 시간이 필요하며 우려도 여전히 잔존. 국내 생산 기지를 보유한 동사에게 반사 수혜 가능성. 주요 고객사는 수급 우려 속 선제적 재고 물량 확보에 나설 것으로 예상되며 4분기 재고 조정 우려 완화로 이어질 것으로 전망

투자의견 BUY, 목표주가 8.8 만원 유지

2Q19 이후 세자리수대 분기 영업이익 회복. MLCC ASP는 flat 한 수준에서 움직이는 가운데 증설, 수요 확대, 가동률 상승의 선순환 구조. DCLC 도 PHEV 와 HEV 레퍼런스를 바탕으로 내년 EV 향 진입 예정. 2022년 이익 단에도 기여 가능할 전망

영업실적 및 투자지표

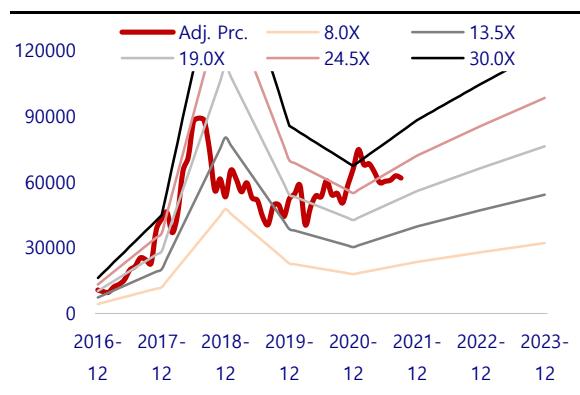
구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	274	255	243	275	309	340
yoY	%	37.7	-7.3	-4.7	13.3	12.6	10.0
영업이익	십억원	81	37	27	39	48	55
yoY	%	268.9	-54.2	-27.3	44.0	23.3	14.4
EBITDA	십억원	88	49	43	56	66	84
세전이익	십억원	81	36	27	39	48	55
순이익(지배주주)	십억원	62	30	23	31	36	42
영업이익률%	%	29.6	14.7	11.2	14.2	15.6	16.2
EBITDA%	%	32.1	19.4	17.6	20.3	21.5	24.8
순이익률%	%	22.6	11.7	9.7	11.2	11.8	12.3
EPS(계속사업)	원	5,945	2,852	2,243	2,939	3,492	4,014
PER	배	9.0	18.3	29.4	19.6	16.5	14.4
PBR	배	4.4	3.6	3.9	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	배	6.1	10.9	15.6	10.2	8.1	6.1
ROE	%	63.5	21.2	14.3	16.2	16.3	15.9
순차입금	십억원	-18	-10	-24	-35	-63	-87
부채비율	%	72.8	39.6	34.4	35.0	31.1	27.9

삼화콘덴서 사업부별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	60.6	56.2	65.4	60.3	63.3	69.1	74.5	67.9	274.4	254.4	242.5	274.8	309.4
QoQ	-1.4%	-7.4%	16.5%	-7.8%	4.9%	9.2%	7.9%	-8.9%					
YoY	-14.1%	-8.5%	7.5%	-1.9%	4.3%	23.0%	13.9%	12.6%	37.7%	-7.3%	-4.7%	13.3%	12.6%
MLCC	32.0	31.8	37.9	32.5	35.5	40.8	44.8	38.4	163.3	130.7	134.2	159.6	180.8
FC	6.5	7.8	6.0	6.5	5.4	5.6	6.1	6.7	31.4	32.7	26.8	23.8	23.6
DCLC	2.7	1.8	3.8	4.6	4.5	5.2	5.7	6.0	15.3	10.9	13.0	21.5	34.4
기타	19.4	14.9	17.7	16.6	17.8	17.5	17.8	16.8	64.4	80.1	68.5	69.9	70.6
영업이익	7.5	6.9	9.1	3.6	9.0	10.1	12.0	7.5	81.3	37.3	27.1	38.6	48.1
QoQ	470.7%	-7.6%	30.8%	-60.0%	149.0%	12.4%	18.1%	-37.7%					
YoY	-59.7%	-35.8%	37.1%	176.1%	20.4%	46.5%	32.2%	105.8%	268.9%	-54.2%	-27.3%	42.5%	24.6%
영업이익률	12%	12%	14%	6%	14%	15%	16%	11%	30%	15%	11%	14%	16%

자료 : 삼화콘덴서, SK 증권

12M Forward PER Band



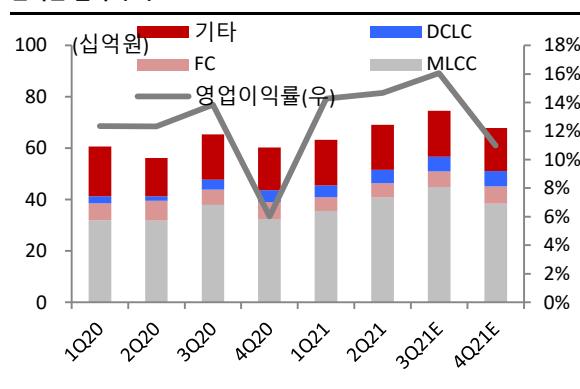
자료 : 삼화콘덴서, SK 증권

12M Forward PBR Band



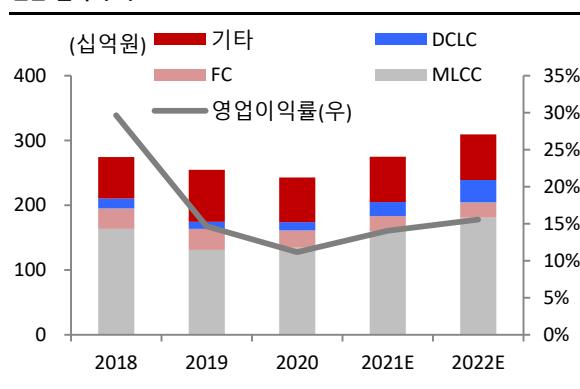
자료 : 삼화콘덴서, SK 증권

분기별 실적 추이

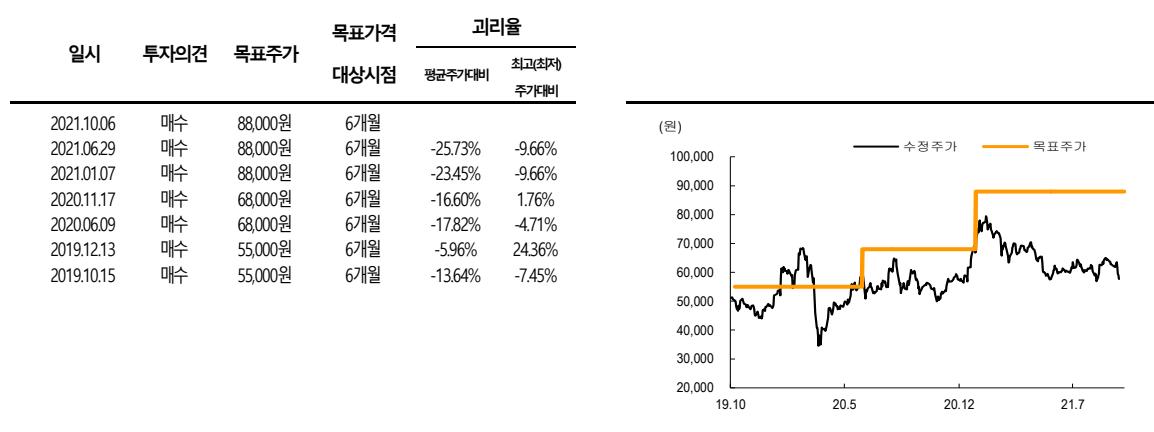


자료 : 삼화콘덴서, SK 증권

연간 실적 추이



자료 : 삼화콘덴서, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 10월 6일 기준)

매수	87.6%	중립	12.4%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	101	120	145	185	219
현금및현금성자산	19	36	42	70	94
매출채권및기타채권	52	50	56	64	70
재고자산	23	25	28	32	35
비유동자산	113	115	130	133	147
장기금융자산	10	14	17	17	17
유형자산	99	90	101	103	114
무형자산	0	0	0	1	1
자산총계	215	235	276	318	366
유동부채	53	48	57	62	66
단기금융부채	10	13	18	18	18
매입채무 및 기타채무	36	28	32	36	40
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	8	12	15	14	14
장기금융부채	0	5	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	61	60	72	76	80
지배주주지분	153	174	203	241	285
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	5	5	5	5	5
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	132	152	179	216	257
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	154	175	204	242	286
부채와자본총계	215	235	276	318	366

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	255	243	275	309	340
매출원가	194	191	209	226	247
매출총이익	61	51	66	83	94
매출총이익률 (%)	24.0	21.2	24.1	26.9	27.5
판매비와관리비	24	24	27	35	39
영업이익	37	27	39	48	55
영업이익률 (%)	14.7	11.2	14.2	15.6	16.2
비영업손익	-1	0	0	0	0
순금융비용	0	0	0	0	0
외환관련손익	0	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	2	0	0	0	0
세전계속사업이익	36	27	39	48	55
세전계속사업이익률 (%)	14.2	11.3	14.2	15.5	16.2
계속사업법인세	6	4	8	12	13
계속사업이익	30	23	31	36	42
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	30	23	31	36	42
순이익률 (%)	11.7	9.7	11.2	11.8	12.3
지배주주	30	23	31	36	42
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.65	9.62	11.12	11.73	12.26
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	30	24	33	38	44
지배주주	29	23	32	38	44
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	49	43	56	66	84

현금흐름표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	26	32	46	48	65
당기순이익(순실)	30	23	31	36	42
비현금화목등	22	23	29	30	43
유형자산감가상각비	12	15	17	18	29
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	4	4	2	-1	-1
운전자본감소(증가)	-5	-14	-7	-9	-6
매출채권및기타채권의 감소증가)	10	1	-3	-7	-6
재고자산감소증가)	7	-3	-3	-4	-3
매입채무 및 기타채무의 증가감소	-19	-6	5	4	4
기타	-4	-7	-6	-2	0
법인세납부	-21	-1	-6	-10	-13
투자활동현금흐름	-27	-11	-36	-20	-40
금융자산증가(증가)	13	-4	-9	0	0
유형자산증가(증가)	-40	-7	-27	-20	-40
무형자산증가(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	1	1
재무활동현금흐름	-4	-4	-4	0	-1
단기금융부채증가(감소)	-1	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-1	-1	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-3	-3	-3	0	0
기타	0	0	0	0	-1
현금의 증가(감소)	-5	17	6	28	24
기초현금	24	19	36	42	70
기말현금	19	36	42	70	94
FCF	-3	17	13	27	24

자료 : 삼화콘텐츠, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-7.3	-4.7	13.3	12.6	10.0
영업이익	-54.2	-27.3	44.0	23.3	14.4
세전계속사업이익	-55.6	-24.0	42.8	22.8	14.9
EBITDA	43.9	-13.6	30.7	19.3	27.0
EPS(계속사업)	-52.0	-21.4	31.0	18.8	14.9
수익성 (%)					
ROE	21.2	14.3	16.2	16.3	15.9
ROA	13.7	10.4	12.0	12.3	12.2
EBITDA마진	19.4	17.6	20.3	21.5	24.8
안정성 (%)					
유동비율	189.9	250.8	257.3	299.6	331.9
부채비율	39.6	34.4	35.0	31.1	27.9
순자기자본/자기자본	-6.8	-13.6	-17.2	-25.9	-30.5
EBITDA/이자비용(배)	86.0	101.9	99.3	110.8	140.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,852	2,243	2,939	3,492	4,014
BPS	14,698	16,709	19,530	23,201	27,393
CFPS	4,011	3,738	4,544	5,258	6,842
주당 현금배당금	250	300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.7	30.5	27.1	22.8	19.8
PER(최저)	13.2	15.4	19.4	16.3	14.2
PBR(최고)	4.6	4.1	4.1	3.4	2.9
PBR(최저)	2.6	2.1	2.9	2.5	2.1
PCR	13.0	17.6	12.7	11.0	8.4
EV/EBITDA(최고)	14.1	16.2	14.3	11.5	8.8
EV/EBITDA(최저)	7.8	7.9	10.0	8.0	6.0

SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주
natelee@skse.co.kr
02-3773-9026

Company Data

자본금	7 십억원
발행주식수	1,329 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	118 십억원
주요주주	
행진개발(외4)	35.56%
외국인지분률	16.80%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(21/10/05)	8,880 원
KOSDAQ	983.2 pt
52주 Beta	1.41
52주 최고가	10,800 원
52주 최저가	6,110 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.9%	-7.4%
6개월	31.0%	28.7%
12개월	51.0%	30.3%

아비코전자 (036010/KQ | 매수(신규편입) | T.P 14,000 원(신규편입))

다시 찾아온 사이클에 올라탈 시점

- 연결 자회사 아비코테크, 제품 믹스 개선으로 2022년 턴어라운드 가시적
- DDR5 전환에 따른 본업의 수혜 강도는 DDR4 대비 강할 것으로 예상
- DDR5에서는 저항기뿐 아니라 메탈 타입 인덕터도 3~4개 새롭게 탑재되며 판가도 저항기 대비 5배 이상 높을 것으로 추정
- 중소형주 커버리지 내 최선후주로 제시

수동 부품 및 PCB 전문 회사

3대 수동 부품 중 인덕터와 저항기 생산. 연결 자회사인 아비코테크는 전장용 PCB 담당. 매출 비중은 저항기 27%, 인덕터 28%, 기타 5%, 자회사 40%로 구성

2 가지 성장 축: 아비코테크 & DDR5

2018년 회생 절차에 들어갔던 아비코테크 지분 100% 인수 이후 자회사 적자 지속. 이후 구조조정 속 부가가치가 높은 전기차향 프로젝트 수주를 통해 올해부터 적자를 크게 축소. 4Q21부터는 패키지기판 일부 공정의 외주도 담당. 아비코테크 영업이익은 2020년 -75 억원에서 2021년 -10 억원, 2022년에는 +23 억원 추정

DDR5 전환에 따른 본업의 수혜 강도는 DDR4 대비 강할 것으로 예상. 2015년 DDR4 전환 당시, 저항기 판가가 3배 가까이 오르며 2016년(전환율 50%) 최대 실적을 견인. DDR5에서는 저항기뿐 아니라 메탈 타입 인덕터도 3~4개 새롭게 탑재. 인덕터의 모듈당 판가는 저항기 대비 5배 이상 높을 것으로 추정. 1Q22 공급을 시작으로 DDR5로의 전환이 절반 가까이 이루어지는 2024년까지 동사의 실적 고성장세 전망

투자의견 BUY, 목표주가 1.4 만원으로 커버리지 개시

DDR4 전환에 따른 PER Valuation은 8x → 15x 까지 stretch. DDR5에서 동사 수혜 강도는 DDR4를 상회. 2022E Target PER 13x 적용. DDR5 전환 속도와 자회사인 아비코테크의 턴어라운드 강도에 따라 추가적인 실적 상향도 가능. 중소형주 커버리지 내 최선후주로 제시

영업실적 및 투자지표

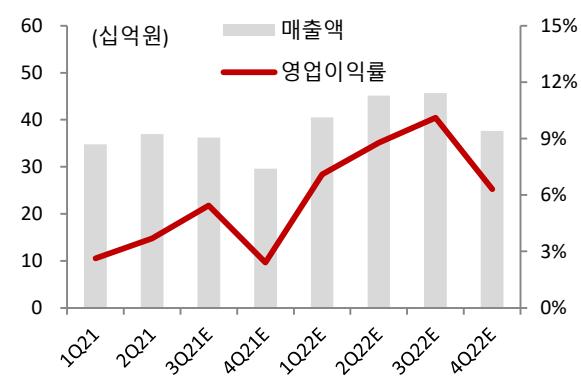
구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	100	123	124	138	169	205
yoY	%	18.8	23.5	0.7	10.8	22.9	21.4
영업이익	십억원	7	-2	-2	5	14	20
yoY	%	-28.3	적전	적지	흑전	178.8	47.6
EBITDA	십억원	11	4	3	9	18	24
세전이익	십억원	27	-1	-1	10	19	26
순이익(지배주주)	십억원	26	-5	-3	8	15	20
영업이익률%	%	6.6	-1.9	-1.5	3.6	8.2	10.0
EBITDA%	%	10.7	3.0	2.5	6.8	10.6	11.9
순이익률%	%	26.2	-4.1	-2.2	5.6	8.8	9.7
EPS(계속사업)	원	1,967	-381	-226	552	1,088	1,471
PER	배	2.9	N/A	N/A	16.1	8.2	6.0
PBR	배	0.7	0.7	1.1	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	배	3.9	8.7	23.4	8.0	3.8	2.4
ROE	%	26.4	-4.8	-2.6	7.4	12.8	14.8
순차입금	십억원	-38	-45	-48	-51	-56	-66
부채비율	%	14.0	18.2	22.2	21.5	21.5	20.7

아비코전자 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
부문별 매출액														
저항기	6.8	7.7	10.6	6.5	7.8	8.8	12.2	7.5	26.0	37.6	31.8	33.4	31.6	36.3
인력터	10.0	11.0	9.1	6.7	11.5	14.6	14.0	10.5	52.4	38.7	34.0	34.8	36.8	50.6
기타	2.8	1.2	2.0	0.6	2.9	1.3	2.1	0.6	5.7	7.0	7.5	6.0	6.6	6.9
연결 자회사	15.2	17.1	14.4	15.9	18.3	20.5	17.3	19.0	0.0	0.0	50.0	49.9	62.6	75.1
Total	34.8	37.0	36.2	29.6	40.5	45.2	45.7	37.6	84.1	99.8	123.3	124.1	137.6	169.0
QoQ	29.6%	6.3%	-2.1%	-18.2%	36.9%	11.4%	1.2%	-17.6%						
YoY	-1.4%	28.7%	8.8%	10.3%	16.5%	22.1%	26.2%	27.1%						
영업이익														
Total	0.9	1.4	2.0	0.7	2.9	4.0	4.6	2.4	9.1	6.6	-2.3	-1.9	5.0	13.8
QoQ	특전 49.1%	44.3%	-63.6%	301.7%	37.7%	16.7%	-48.6%							
YoY	특전 278.9%	132.7%	-125.3%	214.4%	190.5%	134.8%	231.8%							
영업이익률	2.6%	3.7%	5.4%	2.4%	7.1%	8.8%	10.1%	6.3%	10.9%	6.6%	-1.9%	-1.5%	3.6%	8.2%

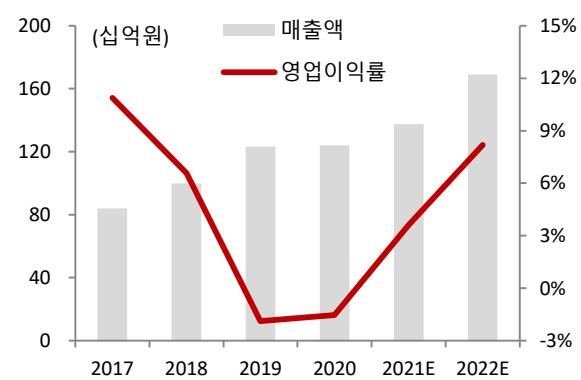
자료 : 아비코전자, SK 증권

아비코전자 분기 실적 추이



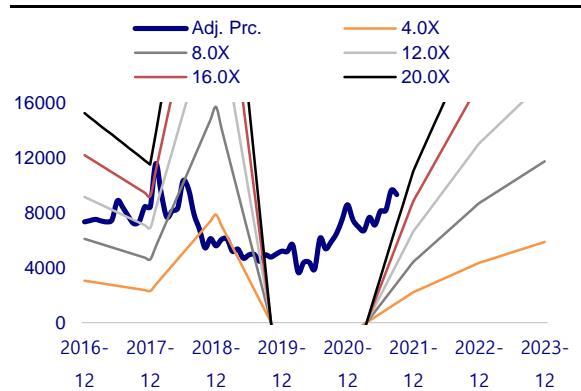
자료 : 아비코전자, SK 증권

아비코전자 연간 실적 추이



자료 : 아비코전자, SK 증권

PER Band



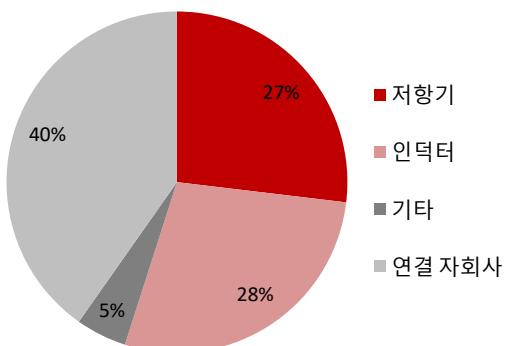
자료 : 아비코전자, SK 증권

PBR Band



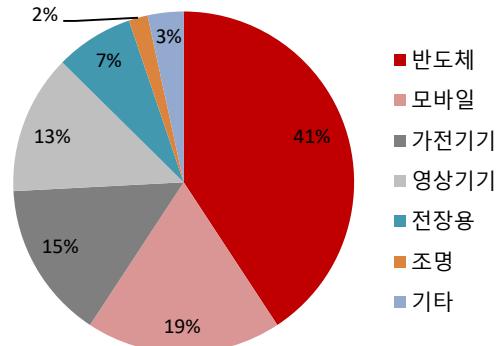
자료 : 아비코전자, SK 증권

아비코전자 제품별 매출 비중 (2020)



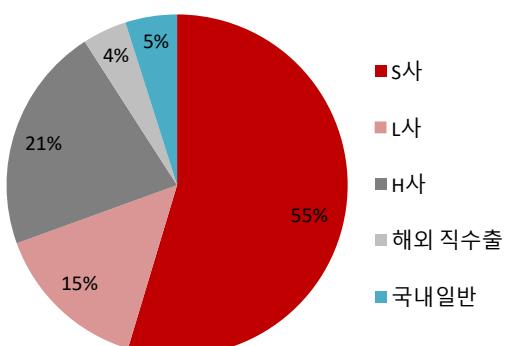
자료 : 아비코전자, SK 증권

아비코전자 application 별 매출 비중 (2020)



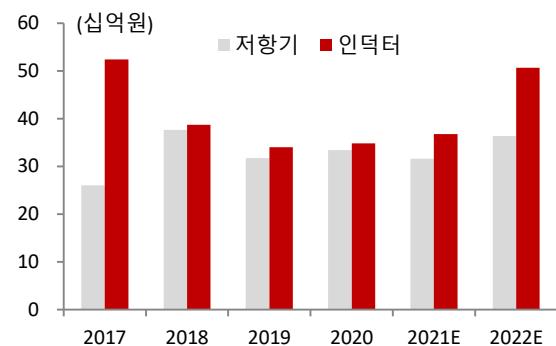
자료 : 아비코전자, SK 증권

아비코전자 고객사별 매출 비중 (2020)



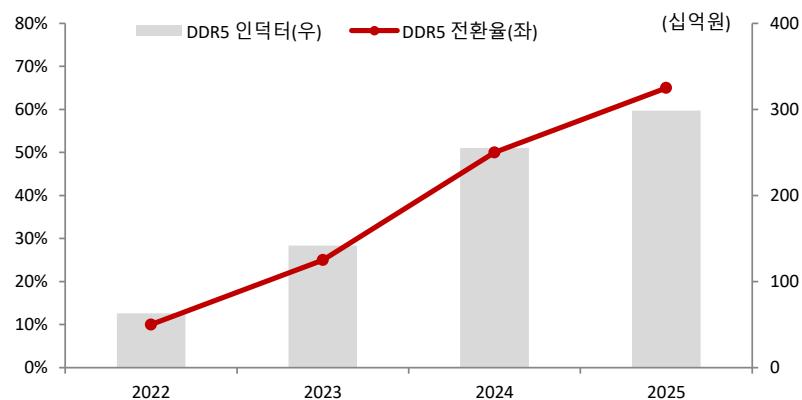
자료 : 아비코전자, SK 증권

저항기 & 인덕터 매출 추이



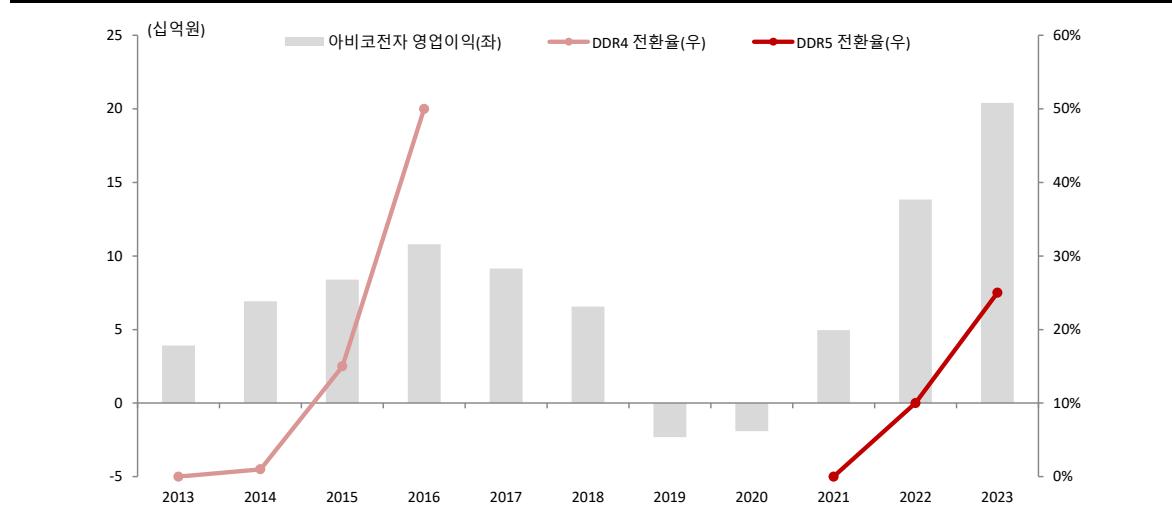
자료 : 아비코전자, SK 증권

DDR5 전환율에 따른 DDR5 인덕터 시장 규모 추정



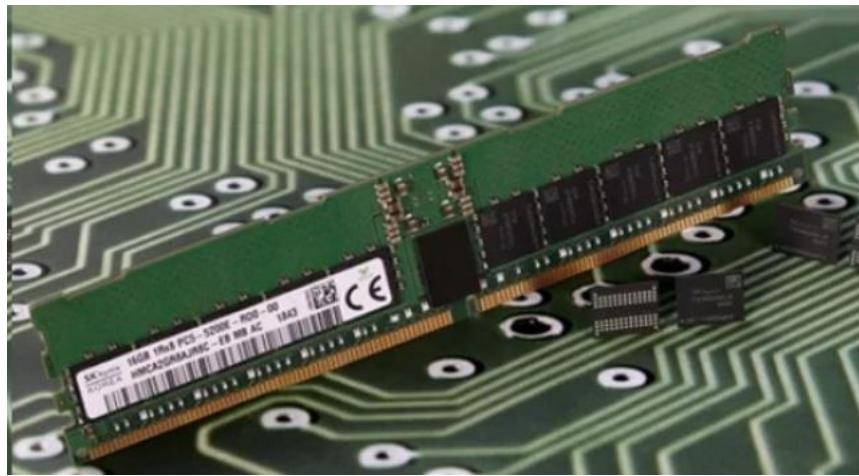
자료 : SK 증권

DRAM 아키텍쳐 변화에 따른 아비코전자 실적 추이 및 추정

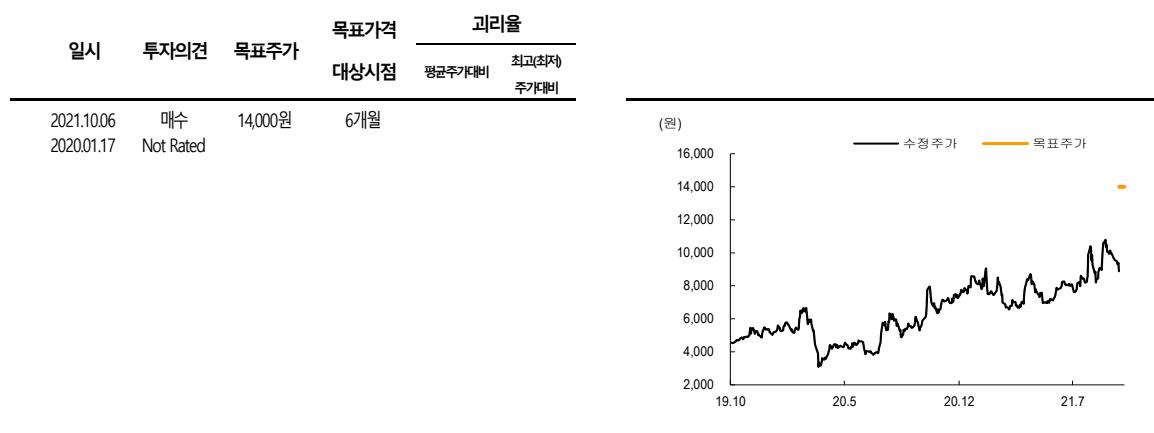


자료 : SK증권

DDR5 Memory Module



자료 : 아비코전자



Compliance Notice

- 작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다:
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 10월 6일 기준)

매수	87.6%	중립	12.4%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	80	84	90	105	126
현금 및 현금성자산	37	47	38	43	54
매출채권 및 기타채권	15	14	15	20	24
재고자산	16	18	20	26	31
비유동자산	41	38	41	45	50
장기금융자산	1	0	0	0	0
유형자산	35	33	34	33	32
무형자산	1	0	0	0	0
자산총계	121	122	131	151	175
유동부채	10	14	15	19	22
단기금융부채	2	2	2	2	2
매입채무 및 기타채무	5	9	10	12	15
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9	8	8	8	8
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	19	22	23	27	30
지배주주지분	102	100	108	124	145
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	31	31	31	31	31
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	63	61	68	83	103
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	102	100	108	124	145
부채와자본총계	121	122	131	151	175

현금흐름표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	5	6	5	8	12
당기순이익(순실)	-5	-3	8	15	20
비현금성항목등	11	9	3	3	5
유형자산감가상각비	6	5	4	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	2	3	-2	-3	-3
운전자본감소(증가)	4	1	-4	-7	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	1	-2	-4	-4
재고자산감소(증가)	3	-2	-2	-5	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	4	1	3	3
기타	0	-2	-1	0	0
법인세납부	-5	-1	-2	-4	-6
투자활동현금흐름	3	5	-13	-2	-2
금융자산감소(증가)	2	8	-9	0	0
유형자산감소(증가)	0	-4	-5	-3	-3
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	1	1	1	1	1
재무활동현금흐름	0	-1	-1	0	0
단기금융부채증가(감소)	2	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-1	-1	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	7	10	-9	5	10
기초현금	29	37	47	38	43
기말현금	37	47	38	43	54
FCF	9	3	1	5	10

자료 : 아비코전자, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	123	124	138	169	205
매출원가	116	116	121	141	167
매출총이익	7	9	16	28	38
매출총이익률 (%)	5.7	6.9	11.8	16.8	18.6
판매비와관리비	9	10	11	15	18
영업이익	-2	-2	5	14	20
영업이익률 (%)	-1.9	-1.5	3.6	8.2	10.0
비영업손익	1	1	5	5	5
순금융비용	-1	-1	-1	-1	-1
외환관련손익	1	1	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-1	-1	10	19	26
세전계속사업이익률 (%)	-12	-0.8	74	11.3	12.6
계속사업법인세	4	2	3	5	6
계속사업이익	-5	-3	7	14	20
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-5	-3	8	15	20
순이익률 (%)	-4.1	-2.2	5.6	8.8	9.7
지배주주	-5	-3	8	15	20
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.1	-2.15	5.58	8.75	9.69
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-6	-2	9	16	21
지배주주	-6	-2	9	16	21
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	4	3	9	18	24

주요투자지표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	23.5	0.7	10.8	22.9	21.4
영업이익	적전	적지	흑전	178.8	47.6
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	88.1	35.2
EBITDA	-65.8	-15.2	199.4	93.2	35.6
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	96.9	35.2
수익성 (%)					
ROE	-4.8	-2.6	7.4	12.8	14.8
ROA	-4.1	-2.2	6.1	10.5	12.2
EBITDA/마진	3.0	2.5	6.8	10.6	11.9
안정성 (%)					
유동비율	833.2	602.8	591.7	561.1	562.6
부채비율	18.2	22.2	21.5	21.5	20.7
순차입금/자기자본	-43.8	-48.4	-46.8	-45.0	-45.4
EBITDA/이자비용(배)	23.1	28.5	145.2	281.0	380.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-381	-226	552	1,088	1,471
BPS	7,706	7,513	8,119	9,336	10,935
CFPS	69	176	902	1,421	1,788
주당 현금배당금	70	70	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	19.6	9.9	7.3
PER(최저)	N/A	N/A	11.9	6.0	4.5
PBR(최고)	0.8	1.1	1.3	1.2	1.0
PBR(최저)	0.6	0.4	0.8	0.7	0.6
PCR	75.2	49.0	9.8	6.3	5.0
EV/EBITDA(최고)	13.3	23.4	10.7	5.3	3.5
EV/EBITDA(최저)	5.4	-0.3	4.7	2.1	1.1

SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주

natelee@skse.co.kr
02-3773-9026

Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	974 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	275 십억원
주요주주	
김병규(외4)	25.84%
앨트월텍(외2)	11.72%
외국인지분율	2.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/10/05)	28,200 원
KOSDAQ	983.2 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	41,300 원
52주 최저가	25,200 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.6%	4.7%
6개월	-16.9%	-18.4%
12개월	-9.6%	-22.0%

아모텍 (052710/KQ | 매수(신규편입) | T.P 38,000 원(신규편입))

핸들링 되어가는 변수

- 변수들은 점차 핸들링 되어가고 있고 대응책도 마련. 4Q21 비중 확대 유효
- MLCC는 진입 장벽이 높은 시장으로 최초 진입 여부가 중요한데 4Q21 양산에 임박
- 2022년 690 억원 매출의 흑자 전환 추정
- 모바일향 부품은 내년 폴더블과 S22의 좋은 성과가 기대됨에 따라 실적 반등 전망
- 전장 매출은 매년 150-200 억원 증가세 안정적

높은 소재 가공 기술의 background, IT 부품 전문 회사

ESD(정전기)&EMI(전자파) 방지 관련 칩 17%, 통신 관련 안테나 56%, BLDC 모터 27% 차지. 세라믹 소재 부품에서의 역량을 바탕으로 MLCC 까지 라인업을 확대

2년 간의 부진을 터고 이제는 일어날 시간

지난 2년간 주요 고객사 플래그십 모델 판매는 악화일로를 걸었고 MLCC 양산은 여러 차례 연기되면서 시장에서의 기대감 지속 하향. Huawei 제재, COVID-19라는 예상치 못한 변수의 영향이 무엇보다 컸음. 변수들은 점차 핸들링 되어가고 있고 이에 맞는 대응책도 마련. MLCC는 진입 장벽이 높은 시장으로 최초 진입 여부가 중요한데 4Q21 양산에 임박. 시장 특성상 진입 이후에는 중장기 안정적인 공급이 가능. 산업 자료에서 언급했듯이 기존 업체의 패권 강화 속에서도 PME MLCC는 신규 업체에게도 기회가 열려 있는 시장. 2022년 690 억원 매출의 흑자 전환 추정

모바일향 칩 & 안테나는 폴더블 판매 호조로 3Q21부터 회복. 4Q21은 갤럭시 S22 출시 효과 반영. 하이엔드 제품 판매 반전으로 올해를 기점으로 내년 실적 반등 전장 매출 비중 47%. 차량 전장화 속에서 효율과 방열에 강점을 가진 BLDC 모터 적용처 확대. 제품 라인업도 기존 3개에서 내년 7개까지 늘어날 전망. 전장 매출은 매년 150-200 억원 증가세 유지

투자의견 BUY, 목표주가 3.8 만원으로 커버리지 개시

2022년 Target PBR 2x 적용. 2018년 MLCC 진출 공식화로 PBR 2.0x, 2017년 전장 기여도 확대로 2.6x 반영한 점 참고. 4Q21 비중 확대 유효

영업실적 및 투자지표

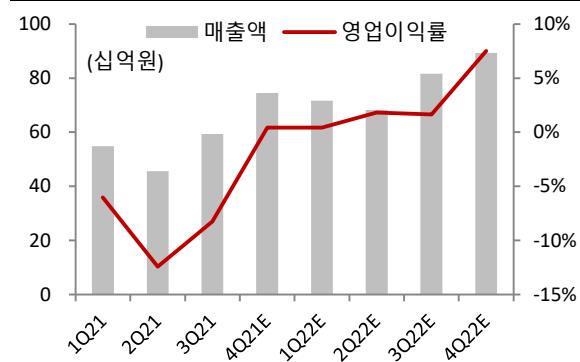
구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	253	249	224	241	320	377
yoY	%	-19.7	-1.9	-9.9	7.9	32.4	18.1
영업이익	십억원	11	7	-5	-11	17	30
yoY	%	-72.4	-38.1	적전	적지	흑전	80.6
EBITDA	십억원	29	28	19	12	40	53
세전이익	십억원	10	4	-18	-14	15	28
순이익(자본주주)	십억원	7	0	-17	-9	11	21
영업이익률%	%	4.5	2.8	-2.2	-4.5	5.3	8.1
EBITDA%	%	11.4	11.4	8.3	5.1	12.4	14.2
순이익률%	%	2.8	0.2	-7.4	-3.8	3.4	5.6
EPS(계속사업)	원	730	37	-1,700	-933	1,129	2,161
PER	배	24.6	794.9	N/A	N/A	25.0	13.1
PBR	배	0.9	1.5	2.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	9.2	14.4	27.5	34.2	11.0	8.2
ROE	%	3.7	0.2	-8.7	-5.1	6.0	10.6
순차입금	십억원	76	102	120	131	144	144
부채비율	%	100.5	116.5	137.6	148.7	147.9	144.3

아모텍 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	54.9	45.6	66.3	74.7	71.7	68.2	88.7	91.1	253.4	248.6	223.9	241.5	319.6
QoQ	-10.6%	-16.8%	45.3%	12.6%	-4.0%	-4.8%	30.0%	2.7%					
YoY	-19.9%	35.7%	9.8%	21.7%	30.6%	49.5%	33.8%	21.9%		-1.9%	-9.9%	7.9%	32.4%
ESD/EMI	8.5	9.0	14.0	10.6	8.8	9.3	14.2	10.7	92.6	59.9	46.2	42.2	43.0
Antenna	32.4	24.0	38.3	41.1	35.0	26.3	40.5	43.3	120.0	145.1	130.0	135.7	145.1
Motor 및 기타	13.9	12.6	14.0	23.0	27.9	32.6	34.0	37.0	41.1	42.3	47.7	63.6	131.6
영업이익	-3.3	-5.7	-2.1	0.4	0.3	2.8	6.4	7.3	11.3	7.0	-4.9	-10.7	16.8
QoQ	적자	적자	적자	흑전	-18.0%	831.1%	127.3%	13.3%					
YoY	적전	적자	적자	흑전	흑전	흑전	흑전	1867.2%		-38.1%	적전	적자	-256.8%
영업이익률	-6%	-12%	-3%	0%	0%	4%	7%	8%	4%	3%	-2%	-4%	5%

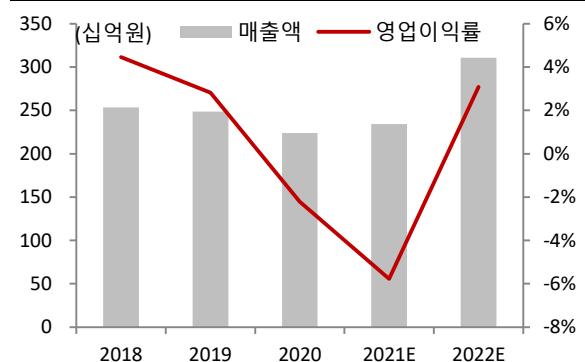
자료 : 아모텍, SK 증권

아모텍 분기 실적 추이



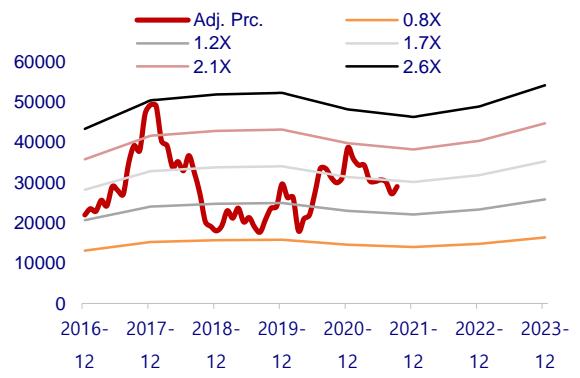
자료 : 아모텍, SK 증권

아모텍 연간 실적 추이



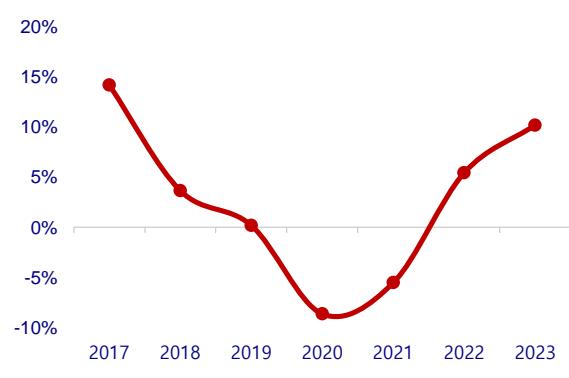
자료 : 아모텍, SK 증권

PBR Band



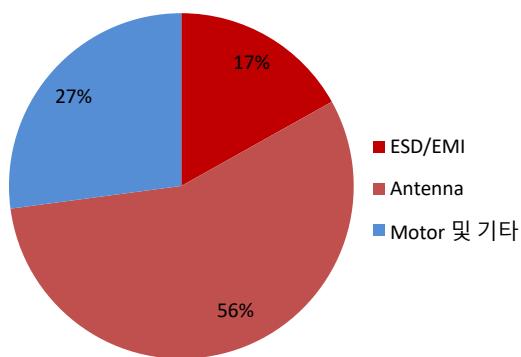
자료 : 아모텍, SK 증권

ROE 추정



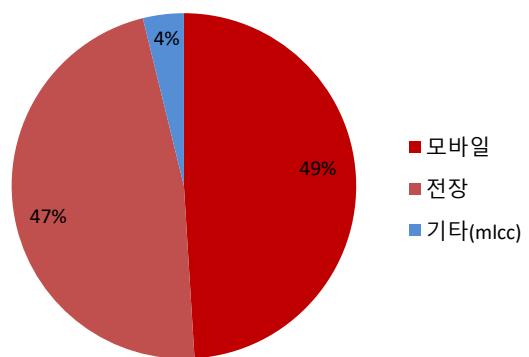
자료 : 아모텍, SK 증권

아모텍 제품별 매출 비중 (2021)



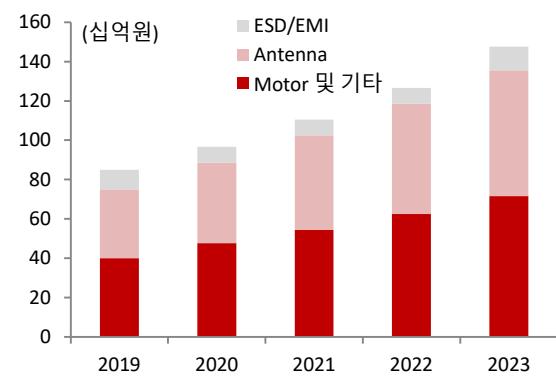
자료 : 아모텍 SK증권

아모텍 전방 application 별 매출 비중 (2021)



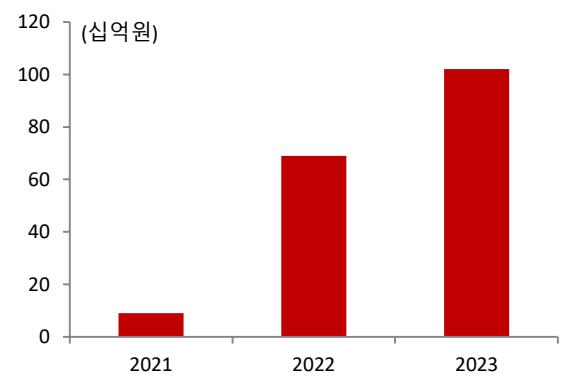
자료 : 아모텍 SK증권

전장 매출 제품별 추정



자료 : SK증권

MLCC 매출 추정



자료 : SK증권

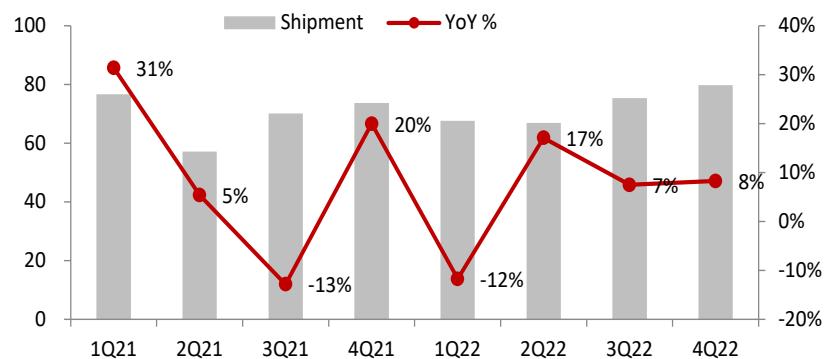
아모텍 사업 영역별 제품 라인업

(단위 :)

MLCC	Chip	Antenna	Motor
BME/PME	세라믹 수동부품	RF 솔루션	BLDC 모터
▶ 통신용 MLCC	▶ Chip Varistor (ESD)	▶ NFC & Wireless Charging	▶ LED Cooling Fan
▶ 소형 고용량 MLCC	▶ EMI/EOS Filter (EMI)	▶ GPS/GNSS	▶ In-car Sensor
▶ 파워 MLCC	▶ 감전보호소자	▶ Sub-Antenna (Bluetooth/WiFi/LTE 등)	▶ Battery Cooling Fan
▶ EV 고압 MLCC		▶ Actuator/EWP/Blower	
		▶ MTM (Mobility Traction Motor)	

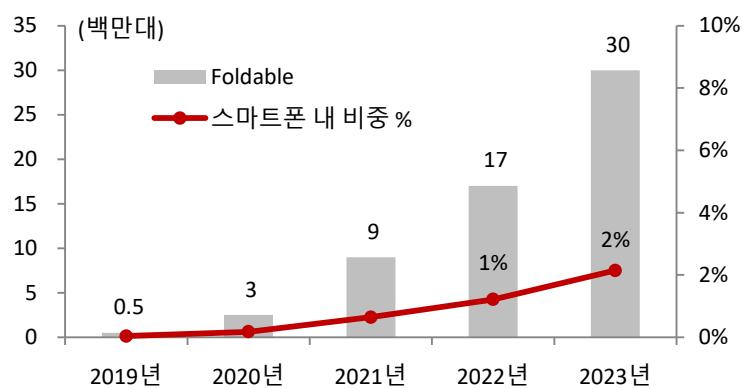
자료 : 아모텍

삼성전자 스마트폰 분기별 출하량 전망



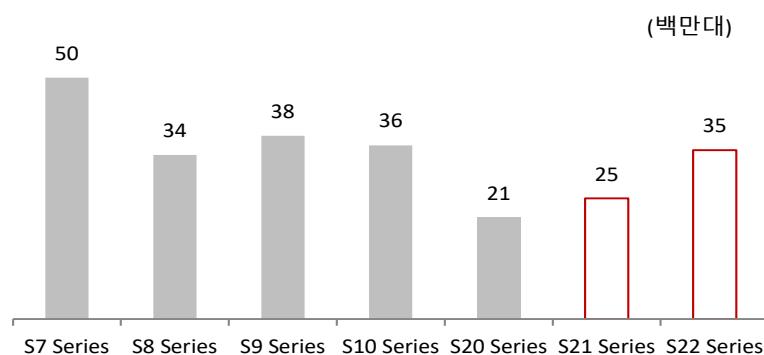
자료 : SA, SK증권

폴더블폰 출하량 전망

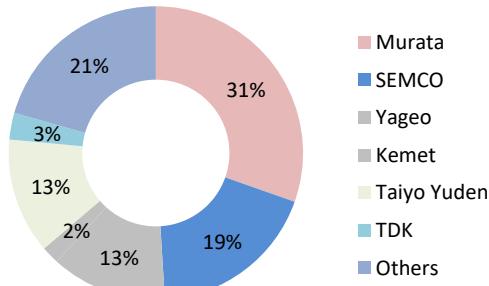


자료 : SK 증권

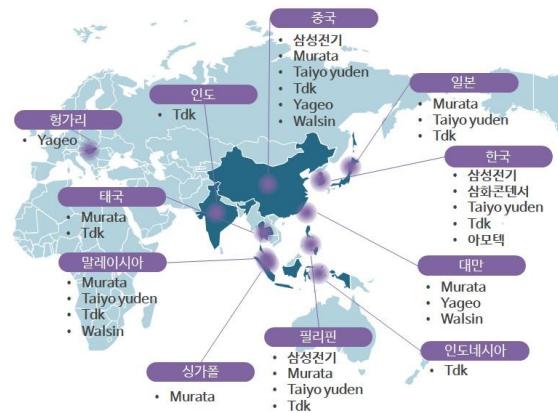
갤럭시 S Series 출하량 추이



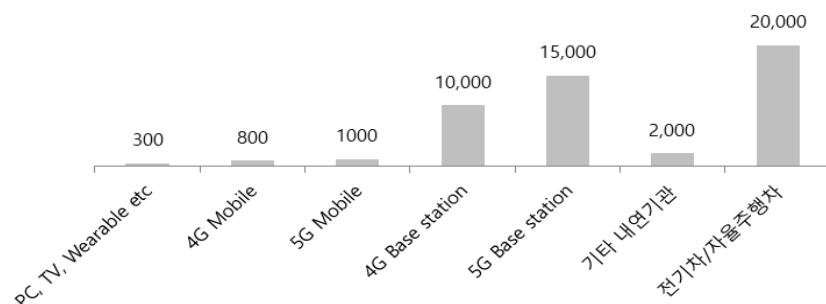
자료 : SA, SK증권

MLCC M/S

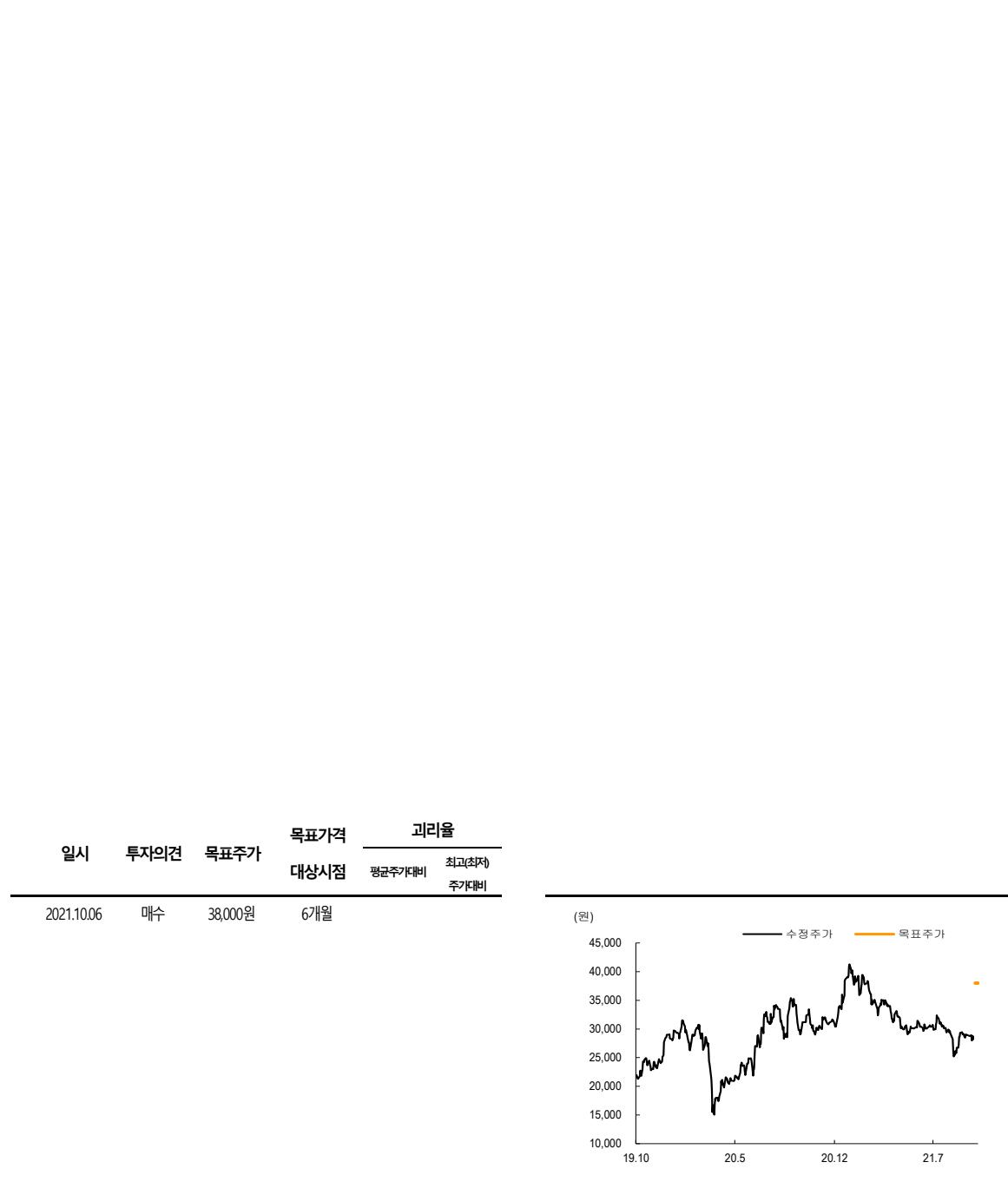
자료 : Yageo, SK 증권

주요 MLCC 업체 생산 기지

자료 : SK 증권

Application 별 대당 MLCC 탑재량

자료 : SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다:
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15% 이상 → 매수 / -15% ~ 15% → 중립 / -15% 미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 10월 6일 기준)

매수	87.6%	중립	12.4%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	168	182	195	213	247
현금및현금성자산	50	48	37	25	38
매출채권및기타채권	34	42	51	62	69
재고자산	62	69	84	103	115
비유동자산	262	253	246	253	264
장기금융자산	4	6	5	5	5
유형자산	182	177	164	161	162
무형자산	23	17	18	19	20
자산총계	431	436	440	466	511
유동부채	145	176	176	188	196
단기금융부채	103	131	120	120	120
매입채무 및 기타채무	34	38	46	56	63
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	87	76	88	90	106
장기금융부채	67	57	67	67	81
장기매입채무 및 기타채무	2	2	2	2	2
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	232	252	263	278	302
지배주주지분	199	183	177	188	209
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	31	31	31	31	31
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	143	128	121	132	153
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	199	183	177	188	209
부채와자본총계	431	436	440	466	511

현금흐름표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	6	7	5	14	31
당기순이익(순실)	0	-17	-9	11	21
비현금성항목등	34	42	25	29	32
유형자산감가상각비	18	20	20	19	19
무형자산상각비	4	4	4	4	4
기타	5	11	-11	-4	-4
운전자본감소(증가)	-26	-18	-12	-18	-11
매출채권및기타채권의 감소증가)	-2	-9	-4	-11	-7
재고자산감소증가)	-20	-11	-16	-19	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	4	8	10	7
기타	0	-3	1	2	2
법인세납부	-3	-1	1	-8	-11
투자활동현금흐름	-13	-19	-8	-21	-25
금융자산증가(증가)	10	0	1	0	0
유형자산증가(증가)	-32	-14	-4	-16	-20
무형자산증가(증가)	-10	-4	-5	-5	-5
기타	19	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	27	11	-8	-6	7
단기금융부채증가(감소)	-77	-33	-22	0	0
장기금융부채증가(감소)	110	51	21	0	14
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-6	-6	-7	-6	-6
현금의 증가(감소)	20	-2	-11	-12	14
기초현금	30	50	48	37	25
기말현금	50	48	37	25	38
FCF	-34	-9	-9	-4	9

자료 : 아모텍 SK증권 주정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	249	224	241	320	377
매출원가	200	190	208	244	278
매출총이익	49	34	34	75	99
매출총이익률 (%)	19.7	15.1	13.9	23.5	26.3
판매비와관리비	42	39	44	58	69
영업이익	7	-5	-11	17	30
영업이익률 (%)	2.8	-2.2	-4.5	5.3	8.1
비영업손익	-3	-13	-3	-2	-3
순금융비용	4	5	6	6	6
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	-4	0	0	0
세전계속사업이익	4	-18	-14	15	28
세전계속사업이익률 (%)	1.6	-8.1	-5.8	4.5	7.4
계속사업법인세	4	-2	-5	4	7
계속사업이익	0	-17	-9	11	21
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	0	-17	-9	11	21
순이익률 (%)	0.2	-7.4	-3.8	3.4	5.6
지배주주	0	-17	-9	11	21
지배주주귀속 순이익률(%)	0.15	-7.4	-3.76	3.44	5.58
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	2	-15	-9	11	21
지배주주	2	-15	-9	11	21
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	28	19	12	40	53

주요투자지표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-1.9	-9.9	7.9	32.4	18.1
영업이익	-38.1	적전	적지	흑전	80.6
세전계속사업이익	-59.0	적전	적지	흑전	91.4
EBITDA	-1.9	-34.3	-33.4	221.0	344
EPS(계속사업)	-94.9	적전	적지	흑전	91.4
수익성 (%)					
ROE	0.2	-8.7	-5.1	6.0	10.6
ROA	0.1	-3.8	-2.1	2.4	4.3
EBITDA마진	11.4	8.3	5.1	12.4	14.2
안정성 (%)					
유동비율	116.1	103.5	110.8	113.4	126.0
부채비율	116.5	137.6	148.7	147.9	144.3
순자기자본비율	51.3	65.4	74.2	76.6	68.8
EBITDA/이자비용(배)	5.7	3.2	2.0	6.5	8.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	37	-1,700	-933	1,129	2,161
BPS	20,412	18,815	18,173	19,302	21,464
CFPS	2,224	716	1,440	3,482	4,525
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	797.6	N/A	N/A	36.6	19.1
PER(최저)	423.6	N/A	N/A	22.3	11.7
PBR(최고)	1.5	2.1	2.3	2.1	1.9
PBR(최저)	0.8	0.8	1.4	1.3	1.2
PCR	13.3	54.0	19.6	8.1	6.2
EV/EBITDA(최고)	144	27.5	44.5	14.2	10.6
EV/EBITDA(최저)	9.6	152	31.8	10.3	7.7

memo
